

Michał Grudziński

Uniwersytet Szczeciński

METODY PORÓWNAWCZE – STUDIUM METODYKI STOSOWANEJ W REKOMENDACJACH GIEŁDOWYCH

Streszczenie: W niniejszym artykule zostały przedstawione wyniki badań dotyczących zastosowania porównawczych metod wyceny przedsiębiorstw w rekomendacjach giełdowych, wydawanych przez domy maklerskie działające na polskim rynku kapitałowym.

1. Wstęp

Metody porównawcze powszechnie uważane są za jeden z najprostszych sposobów szacowania wartości przedsiębiorstwa. Słuszność tego stwierdzenia ogranicza się jedynie do warstwy matematycznej, poprawne zastosowanie wspomnianych metod wymaga bowiem szerokiej wiedzy teoretycznej i praktycznej. Trudności związane z zastosowaniem metod porównawczych dotyczą między innymi wyboru spółek porównywalnych, konstruowania mnożników oraz sposobu ustalenia wartości zmiennych ekonomicznych stanowiących bazę, na podstawie której dokonuje się porównania. Przedstawione zagadnienia niejednokrotnie sprawiają trudność nawet doświadczonym analitykom zajmującym się wyceną przedsiębiorstw. W niniejszym artykule przedstawione zostały wyniki badań dotyczących zastosowania metod porównawczych w rekomendacjach giełdowych, wydawanych przez wybrane domy maklerskie działające na polskim rynku kapitałowym.

2. Cel i metodyka badania

Celem badania jest przedstawienie procedur stosowanych w wycenie przedsiębiorstw metodami porównawczymi w rekomendacjach giełdowych. Badaniem zostały objęte rekomendacje wydawane w okresie od 1 sierpnia do 19 września 2009 r.

W pierwszym etapie badania wytypowana została grupa osiemnastu domów maklerskich działających na polskim rynku kapitałowym. Po przeprowadzeniu wstępnych analiz okazało się, że tylko trzynaście z nich wydaje rekomendacje do-

tyczące spółek giełdowych. Warto w tym miejscu zauważyć, że w wielu przypadkach rekomendacje wydawane przez domy maklerskie są dostępne dla inwestorów indywidualnych jedynie w postaci krótkiej informacji zawierającej nazwę wycenianego podmiotu, cenę docelową i horyzont czasowy określający okres jej obowiązywania. Taka postać rekomendacji nie tylko uniemożliwia szczegółową analizę przyjętych w wycenie założeń, lecz także nie pozwala zweryfikować poprawności zastosowanych metod wyceny. Podobna sytuacja nastąpiła w przypadku części rekomendacji objętych niniejszym badaniem. Ostatecznie okazało się, że jedynie czterdzieści rekomendacji pochodzących z ośmiu domów maklerskich było wydanych w formie, która pozwalała na zbadanie procedury wyceny spółek giełdowych metodami porównawczymi (por. tabela 1).

Tabela 1. Wykaz domów maklerskich, których rekomendacje zostały poddane analizie

| Nazwa biura maklerskiego | Obsługiwane rynki | Liczba wydanych rekomendacji w badanym okresie | Liczba rekomendacji poddanych analizie |
|-------------------------------|--|--|--|
| Beskidzki Dom Maklerski SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 4 | 4 |
| Biuro Maklerskie Banku BGŻ SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 8 | 4 |
| Biuro Maklerskie Banku BPH SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe | 1 | 1 |
| Dom Inwestycyjny BRE Banku SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 16 | 10 |
| Dom Maklerski AmerBrokers SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 3 | 2 |
| Dom Maklerski IDM SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty | 9 | 2 |
| Dom Maklerski PKO BP | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 2 | 2 |
| Millennium Dom Maklerski SA | akcje, obligacje, kontrakty terminowe, warranty, opcje | 16 | 15 |
| Razem | | 59 | 40 |

Źródło: opracowanie własne.

W prowadzonych badaniach skupiono się przede wszystkim na trzech aspektach związanych z wyceną przedsiębiorstwa metodami porównawczymi, a mianowicie na doborze spółek porównywalnych, stosowanych mnożnikach oraz sposobie ustalania wartości parametrów wykorzystywanych w wycenie. Wyniki przeprowadzonych analiz przedstawione zostały w dalszej części artykułu.

3. Sposób doboru spółek porównywalnych

Wybór spółki lub spółek porównywalnych jest jednym z kluczowych elementów procesu wyceny przedsiębiorstw metodami porównawczymi. Idealna sytuacja następuje, gdy istnieje silna korelacja między przepływami pieniężnymi, generowanymi przez porównywane spółki, oraz gdy charakteryzują się one zbliżonym stopniem ryzyka i potencjałem wzrostu. Wielu autorów zaznacza jednak, że w praktyce przedsiębiorstwo porównywalne jest często definiowane jako przedsiębiorstwo pochodzące z tego samego sektora, co spółka wyceniana [Damodaran]. Takie rozwiązanie można znaleźć między innymi w standardach stosowanych przez *American Society of Appraisers*¹. Zarówno we wspomnianych standardach, jak i w literaturze przedmiotu wskazuje się również pewne dodatkowe kryteria wyboru podmiotów porównywalnych. Zalicza się do nich najczęściej takie parametry charakteryzujące działalność przedsiębiorstw, jak: produkty, rodzaj i cechy rynku, na którym przedsiębiorstwa funkcjonują i do których mają dostęp, struktura kapitału, sposób zarządzania, doświadczenie pracowników, poziom nowoczesności środków trwałych oraz charakter realizowanych procesów technologicznych, a także ogólna sytuacja ekonomiczno-finansowa [Cornella 1999, s. 56; Pratt 1989; Borowiecki, Czaja, Jaki, Kulczycki 2002, s. 124].

W badanych rekomendacjach brakowało szczegółowych informacji dotyczących zastosowanych procedur wyboru spółek porównywalnych, stąd też trudno jednoznacznie ocenić poprawność merytoryczną przyjętych w tym względzie rozwiązań. Brak informacji dotyczących zakresu i charakteru prowadzonych w trakcie tego etapu wyceny analiz nie był jedynym uchybieniem, na jakie natrafiono w trakcie badania. W analizowanych rekomendacjach brakowało podstawowych informacji o sytuacji ekonomiczno-finansowej spółek porównywalnych. Ponadto nie we wszystkich badanych rekomendacjach podano wyczerpujące uzasadnienie dokonanego wyboru. Przedstawione powyżej problemy wynikają między innymi z faktu, że w Polsce do tej pory nie zostały wprowadzone standardy wyceny przedsiębiorstw, które w sposób jednoznaczny określałyby zakres informacji, jakie powinny być publikowane w raportach z wyceny przedsiębiorstw.

4. Rodzaj wykorzystywanych mnożników

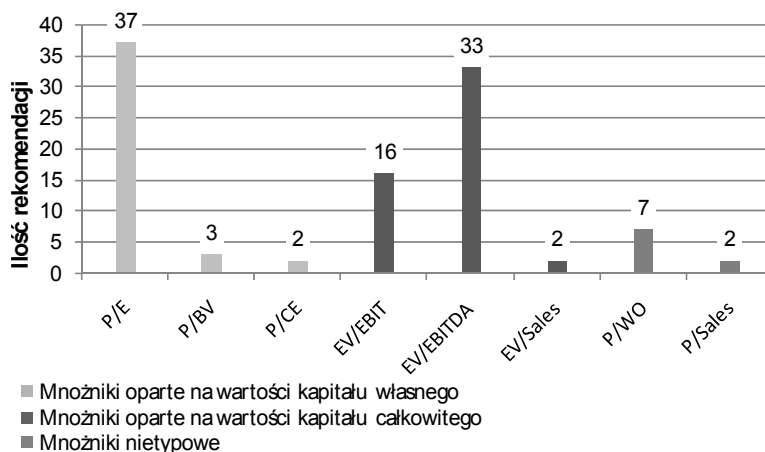
Wiarygodność szacunków wartości, otrzymanych w wyniku wyceny przedsiębiorstwa metodami mnożnikowymi, w dużej mierze uzależniona jest od właściwego wyboru i konstrukcji wykorzystywanych do tej wyceny mnożników. W prowadzo-

¹ W standardach stosowanych przez ASA odnaleźć można dwie definicje przedsiębiorstwa porównywalnego. Pierwsza z nich związana jest z zastosowaniem metody porównywalnych spółek publicznych, druga z kolei dotyczy metody transakcji porównywalnych.

nym badaniu zidentyfikowanych zostało osiem rodzajów mnożników, które podzielić można na trzy kategorie:

1. Mnożniki oparte na wartości kapitału własnego (ang. *equity value*):
 - P/E (cena/zysk),
 - P/BV (cena/wartość księgowa),
 - P/CE (cena do zysku wraz z amortyzacją).
2. Mnożniki oparte na wartości kapitału całkowitego (ang. *enterprise value*):
 - EV/Sales (wartość kapitału całkowitego/przychody ze sprzedaży),
 - EV/EBIT (wartość kapitału całkowitego/zysk operacyjny),
 - EV/EBITDA (wartość kapitału całkowitego/zysk operacyjny powiększony o amortyzację).
3. Mnożniki nietypowe, które z uwagi na swoją konstrukcję nie mogą być zakwalifikowane do żadnej z powyższych grup. Do mnożników tych zaliczone zostały:
 - P/WO (cena/wynik operacyjny),
 - P/Sales (cena/przychody ze sprzedaży).

Częstość występowania poszczególnych wskaźników w badanych rekomendacjach przedstawia poniższy rysunek.



Rys. 1. Częstość występowania poszczególnych wskaźników w badanych rekomendacjach

Źródło: opracowanie własne.

Z przedstawionych na powyższym rysunku informacji wynika, że najczęściej stosowanym mnożnikiem był wskaźnik cena/zysk. Niezwykła popularność wspomnianego wskaźnika w badanych rekomendacjach może budzić jednak pewne kontrowersje. Warto bowiem pamiętać, że w przypadku gdy struktura finansowania przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstw porównywalnych znacznie różni się od struktury finansowania przedsiębiorstwa wycenianego nie powinno się korzystać z

mnożników opartych na *equity value*, takich jak wspomniany wcześniej wskaźnik cena/zysk². Wynika to z faktu, że kapitał własny przedsiębiorstwa finansującego się w większej mierze długiem obciążony jest większym ryzykiem, stąd każda dodatkowa złotówka zysku z kapitału będzie powodować obniżenie wartości tego wskaźnika. Rozwiązaniem tej sytuacji jest korzystanie ze wskaźników opartych na wartości kapitału całkowitego (np. EV/ EBIT, EV/ EBITDA), których wartość powinna być zbliżona, również w przypadku porównywania firm o zróżnicowanej strukturze kapitału³.

W przeprowadzonym badaniu trudno jest ocenić merytoryczną zasadność zastosowania mnożników opartych na wartości kapitału własnego, gdyż w żadnej z badanych wycen nie było informacji dotyczących analizy stanu zadłużenia spółek porównywalnych. Brak tego rodzaju informacji może wynikać z faktu, że dokonujący wyceny analitycy albo nie wykonali wspomnianej analizy, albo uznali, że informacje dotyczące stanu zadłużenia spółek porównywalnych są nieistotne dla odbiorców rekomendacji i w związku z tym nie będą publikowane. Trudno jednak przypuszczać, że w aż trzydziestu siedmiu badanych rekomendacjach, w których zastosowano wskaźnik cena/zysk, struktura zadłużenia spółki wycenianej i spółek porównywalnych była zbliżona. Tym bardziej że porównywano się nie do pojedynczej spółki, lecz do grupy spółek. Istnieje zatem podejrzenie, że dokonujący wyceny analitycy, nawet jeśli wykonali analizę stanu zadłużenia spółek porównywalnych, nie znają podstawowych zasad stosowania metod mnożnikowych.

Analizując mnożniki stosowane w badanych rekomendacjach pod kątem ich poprawności merytorycznej, warto zwrócić uwagę na grupę mnożników nietypowych. Konstrukcja obu wymienionych w ramach tej grupy wskaźników może budzić wiele kontrowersji. Wydaje się bowiem, że w obu przypadkach jest ona nieprawidłowa. Wynika to z niespełnienia podstawowej zasady obowiązującej przy budowie wskaźników wykorzystywanych w procesie wyceny przedsiębiorstw. Zasada ta mówi, że jeżeli w liczniku mnożnika znajduje się wartość kapitału własnego, wówczas w mianowniku takiego wskaźnika powinna znajdować się zmienna będąca nośnikiem wartości kapitału własnego, jeśli natomiast w liczniku mnożnika występuje wartość kapitału całkowitego przedsiębiorstwa, wówczas w mianowniku powinna znajdować się zmienna będąca nośnikiem wartości kapitału całkowitego [Damodaran, s. 7].

Zastosowanie do wyceny wskaźnika cena/przychody, będącego ilorazem wartości kapitalizacji rynkowej oraz przychodów ze sprzedaży, jest nieprawidłowe, ponieważ znajdujące się w mianowniku przychody ze sprzedaży przynależą wszystkim stronom finansującym, natomiast występująca w liczniku rynkowa cena akcji odzwierciedla jedynie wartość kapitału własnego. Podobne uproszczenie spotkać można w niektórych opracowaniach teoretycznych, w których wskaźnik ce-

² Argumenty za tym, że przynajmniej w małym stopniu wartość przedsiębiorstwa zależy od struktury jego kapitału, w licznych publikacjach naukowych przedstawili M.H. Miller oraz F. Modigliani.

³ Przedstawione zagadnienie szerzej opisują [Cornella 1999, s. 64–67; *Metody...* 2006, s. 313–324].

na/przychody utożsamiany jest ze wskaźnikiem EV/Sales [Borowiecki, Czaja, Jaki, Kulczycki 2002, s. 125; Jaki 2006, s. 117]⁴. Prawidłowa konstrukcja wskaźnika EV/Sales wymaga jednak, by wartość kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa została powiększona o wartość jego zadłużenia netto, w dwóch analizowanych przypadkach taka korekta nie została przeprowadzona.

Podsumowując powyższe rozważania, należy podkreślić, że niewłaściwa konstrukcja mnożników nie była najczęściej popełnianym błędem w badanych rekomendacjach. Spośród stu dwóch mnożników wykorzystywanych w analizowanych wycenach konstrukcja jedynie dziewięciu może budzić wspomniane zastrzeżenia. Skala tego problemu wydaje się nieznacząca, nie niemniej jednak dążąc do całkowitego wyeliminowania tego rodzaju błędów, nie można na nie zwracać uwagi.

5. Ustalenie wartości wykorzystywanych w wycenie parametrów

Istotny wpływ na otrzymywane w procesie wyceny szacunki wartości ma sposób ustalenia wartości wykorzystywanych w tym procesie parametrów. W przypadku wyceny przeprowadzanej za pomocą mnożników opartych na wartości kapitału własnego wyznaczenie wartości spółki odbywa się przez wyliczenie iloczynu mnożnika rynkowego i bazy wyceny, którą stanowi określona wcześniej zmienna ekonomiczna. Jeśli wycena prowadzona jest za pomocą mnożników opartych na wartości kapitału całkowitego, dodatkowo od otrzymanego wyniku należy odjąć wartość zadłużenia netto wycenianego podmiotu.

Wartość zmiennych ekonomicznych stanowiących bazę wyceny może być wyznaczona albo na podstawie danych historycznych, albo na podstawie prognoz. W badanych rekomendacjach ustalając wartość wspomnianego parametru, najczęściej, bo aż w dwudziestu siedmiu rekomendacjach, korzystano tylko z prognoz. W jedenastu badanych rekomendacjach zastosowano wariant mieszany, korzystając zarówno z danych historycznych, jak i z prognoz, natomiast tylko w dwóch przypadkach wycena oparta została wyłącznie na danych historycznych.

Trudno jednoznacznie ocenić, które z zastosowanych rozwiązań jest tym właściwym. Z jednej strony dane historyczne nie zawsze odzwierciedlają obecną sytuację porównywanych przedsiębiorstw, z drugiej zaś tworzone prognozy obarczone są znacznym ryzykiem, tym bardziej że muszą być opracowywane nie tylko dla spółki wycenianej, ale i spółek porównywalnych. Warto w tym miejscu wspomnieć, że czynnikami decydującymi o tym, jakie dane powinny być wykorzystane w wycenie, są między innymi cel wyceny, jej data oraz poszukiwana kategoria wartości. Biorąc pod uwagę, że odbiorcami rekomendacji wydawanych przez domy maklerskie są przede wszystkim obecni i potencjalni inwestorzy, właściwe wy-

⁴ Wspomniani autorzy opisując wskaźnik cena/przychody, wskazują, że jest on ilorazem ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa oraz wielkości jego rocznych przychodów ze sprzedaży przypadających na jedną akcję.

daje się korzystanie w wycenie z danych pochodzących z prognoz. Osobną kwestią, która wykracza poza ramy niniejszego artykułu, jest problem ich wiarygodności.

6. Podsumowanie

Przedstawione w niniejszym artykule wyniki badań wskazują, że domy maklerskie w wydawanych przez siebie rekomendacjach nie podają wielu istotnych informacji dotyczących przebiegu procesu wyceny. W rezultacie takiego stanu rzeczy wielu indywidualnych inwestorów korzystających z wycen sporządzanych przez domy maklerskie nie ma możliwości weryfikacji otrzymanych w tych wycenach szacunków wartości. Problem ten wynika między innymi z faktu, że w Polsce do tej pory nie zostały wprowadzone powszechnie obowiązujące standardy wyceny przedsiębiorstw, które określałyby minimalny zakres informacji, jakie powinien zawierać raport z wyceny przedsiębiorstwa. Wprowadzenie tego rodzaju regulacji w wielu przypadkach mogłoby się przyczynić do ograniczenia wątpliwości co do wiarygodności i adekwatności otrzymanych w procesie wyceny szacunków wartości.

Literatura

- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER, Warszawa 2002.
- Cornella B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999.
- Damodaran A., *Valuation multiples: First principles*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (dostęp: 10.05.2009).
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006.
- Pratt S., *Valuing a business*, Business One Irwin, Homewood (III) 1989.

COMPARATIVE METHODS – STUDIES OF THE METHODOLOGY USED IN THE STOCK EXCHANGE RECOMMENDATIONS

Summary: This paper presents the results of studies concerning the application of comparative methods of business valuation in the stock exchange recommendations issued by brokerage houses operating in the Polish capital market.